

ホリスティック企業レポート リバーホールディングス 5690 東証二部

新規上場会社紹介レポート
2020年3月27日発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済 20200323

関東を基盤に金属中心のリサイクル事業を展開

M&A を通じて強化してきたグループ力を収益力向上につなげられるかに注目

アナリスト:藤野 敬太

+81(0)3-6858-3216

レポートについてのお問い合わせはこちら

info@stock-r.org

【5690 リバーホールディングス 業種:鉄鋼】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2018/6	39,285	-	1,324	-	1,516	-	2,264	-	153.0	833.7	4.0
2019/6	36,681	-6.6	1,386	4.6	1,645	8.5	1,268	-44.0	74.1	903.5	4.0
2020/6 予	30,259	-17.5	1,224	-11.6	1,533	-6.8	1,388	9.4	92.5	-	未定

(注) 1. 連結ベース。純利益は親会社株主に帰属する当期純利益。2020/6期の予想は会社予想。

2. 19年3月29日付で1:50の株式分割を実施。1株当たり指標は遡って修正。

【株式情報】	【会社基本情報】	【その他】
株価	603円(2020年3月25日)	本店所在地 東京都千代田区
発行済株式総数	17,126,500株	設立年月日 2007年7月2日
時価総額	10,190百万円	代表者 松岡 直人
上場初値	720円(2020年3月24日)	従業員数 607人(2020年1月末)
公募・売出価格	960円	事業年度 毎年7月1日~翌年6月末日
1単元の株式数	100株	定時株主総会 毎事業年度終了後3カ月以内
		【主幹事証券会社】
		野村證券
		【監査人】
		EY新日本有限責任監査法人

> 事業内容

◆ 関東地方で資源リサイクル事業を展開

リバーホールディングス(以下、同社)は、主に関東地方で資源リサイクル事業を行っている。連結子会社のひとつの鈴徳が同社の前身だが、2000年前後に施行された個別リサイクル法制定に伴う業界の変化に対応するために積極的にM&Aを展開し、事業規模を拡大してきた。鈴徳は07年に株式移転により持株会社である同社を設立し、その子会社となった。

同社の事業は、資源リサイクル事業の単一セグメントだが、金属リサイクル事業、自動車リサイクル事業、産業廃棄物処理事業、家電リサイクル事業、その他事業の5つに区分される。しかし、事業別に売上高を分けきれない部分があるため、売上高の区分は、主に金属リサイクル事業と自動車リサイクル事業で発生する「一般売上」、産業廃棄物処理事業と家電リサイクル事業で発生する「処理売上」、主に手数料収入からなる「その他売上」の3つの売上区分に分類される(図表1)。一般売上の売上構成比が8割を超えるが、処理売上の売上構成比の上昇が続いている。

【図表1】区分別売上高

売上区分	主に関連する事業	2019/6期			2020/6期 第2四半期累計期間		
		売上高 (百万円)	前期比 (%)	売上構成比 (%)	売上高 (百万円)	前年同期比 (%)	売上構成比 (%)
一般売上	金属リサイクル事業 自動車リサイクル事業	32,776	-8.4	89.4	12,651	—	84.4
処理売上	産業廃棄物処理事業 家電リサイクル事業	3,738	13.7	10.2	2,262	—	15.1
その他売上	—	166	-22.9	0.4	78	—	0.5
合計		36,681	-6.6	100.0	14,992	—	100.0

(注) 売上区分で、届出目論見書では「その他」となっているが、分かりやすさを重視して「その他売上」と表記した。

(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

◆ 連結子会社 8 社と合併会社 2 社を傘下に持つ

同社自体はグループ全体を管理する持株会社であり、傘下には8社の連結子会社と2社の関連会社を持つ。M&A で増やしてきた連結子会社は、運送を行うイツモ以外は、資源リサイクル事業を行っている。それぞれ特徴や得意分野の違いはあるものの、合併すると各種許認可の取り直しが必要となるため、並存して事業を展開している。

【 図表 2 】 リバーホールディングスの連結子会社

連結子会社	特徴
鈴木	・金属リサイクルが中心
メタルリサイクル	・自動車リサイクルが中心
中田屋	・鉄・非鉄金属、OA機器中心の産業廃棄物、家電のリサイクル
サニーメタル	・金属リサイクルが中心だが家電リサイクルも実施
フェニックスメタル	・鉄・非鉄金属、産業廃棄物、家電のリサイクル
NNY	・非鉄金属のリサイクルが中心
イツモ	・資源や廃棄物の運送 ・約70台の車両を保有
新生	・廃棄物の中間処理と収集運搬 ・古紙の処理が得意

(出所) 届出目論見書及び会社案内より証券リサーチセンター作成

また、大栄環境ホールディングス(兵庫県神戸市)との共同出資会社で廃棄物ソリューションの支援等を行うメジャーヴィーナス・ジャパン、日高ホールディングス(タイ)との合併会社で ASEAN 地域にて共同事業を行う HIDAKA SUZUTOKU (Thailand) Co.,Ltd.の2社の関連会社がある。

◆ 金属リサイクル事業と自動車リサイクル事業

金属リサイクル事業では金属スクラップを、自動車リサイクル事業では使用済自動車をそれぞれ発生元から受け入れ、解体・処理し、再資源化できたものを販売している。発生元からの受け入れは仕入であるため、原価が発生し、再資源化されて販売したものが一般売上として計上される。金属リサイクル事業と自動車リサイクル事業の売上は一般売上のみである。

金属リサイクル事業では電炉メーカーや商社が販売先となる。自動車リサイクル事業では、回収された部品類は自動車修理工場や輸出事業者等に販売され、ボディ(カープレス)は金属リサイクル事業の工場に回される。また、金属リサイクル事業において発生する再資源化できないダストは破碎残さ処分場(最終処分場)に送り、処理費を払って処理してもらう。

金属リサイクル事業はイツモ以外のすべての連結子会社が、自動車リサイクル事業はメタルリサイクルが行っている。

◆ 処理売上が発生する産業廃棄物処理事業と家電リサイクル事業

産業廃棄物処理事業と家電リサイクル事業では、処理売上が発生する。両事業では、処理対象となるものを受け入れる際に、発生元から処理料を受け取る。この処理料が処理売上となる。

受け入れた処理対象物は、同社の施設で適切に処理を行うが、産業廃棄物処理事業では、金属リサイクル事業と同様、再資源化したものを販売して一般売上が得るとともに、ダストは処理費を支払って最終処分場で処理してもらう。

金属リサイクル事業や自動車リサイクル事業とは異なり、処理対象物を受け入れる際に原価が発生せず、むしろ処理料が得られることから、産業廃棄物処理事業と家電リサイクル事業の方が利益率は高い。

産業廃棄物処理事業はイツモ以外のすべての連結子会社が、家電リサイクル事業は中田屋、サニーメタル、フェニックスメタル、NNYの4社で行っている。

◆ その他事業

その他事業には、小型家電リサイクル事業とエコソリューション事業が含まれる。

小型家電リサイクル事業では、市区町村や市民から受け入れた使用済みのPCや携帯電話を処理し、レアメタル等の有用資源を回収している。

エコソリューション事業では、産業廃棄物の適正なリサイクルに関する仲介サービスである。全国のリサイクル処理業者が参加するマリソルネットワークを活用し、顧客企業にとって最適な処理業者を紹介している。

◆ 関東中心に展開する拠点のネットワーク化による処理効率向上

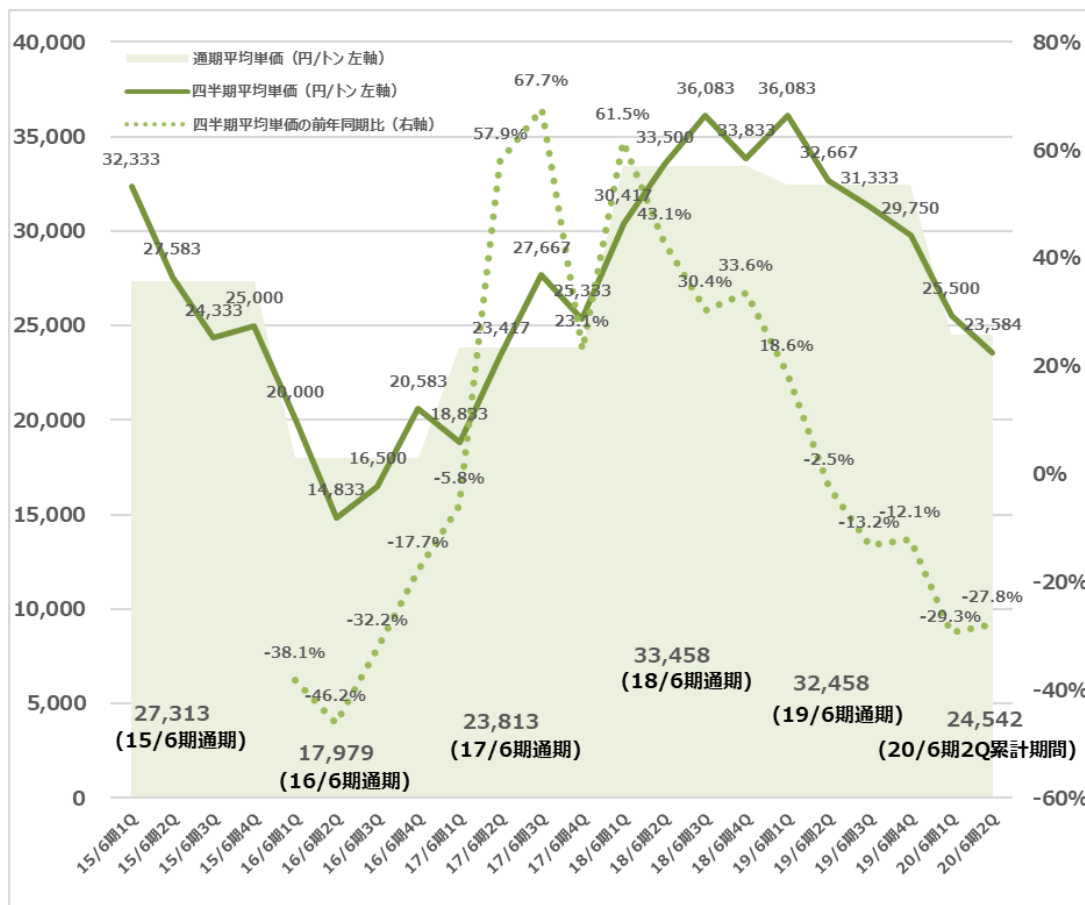
同社は関東を中心に、合弁会社のメジャーヴィーナス・ジャパンのものを含めると、21カ所の拠点を展開している(本社や管理部門のみの拠点を除く)。このうち、鉄スクラップを一定の長さに切りそろえるギロチンシャーを有する拠点が14拠点、各種産業廃棄物を細かく破碎するシュレッダーを有する拠点が9拠点、対象物を圧縮して箱型に成形・減容するプレスを有する拠点が9拠点ある。これらの拠点はネットワーク化されており、受け入れる物によって、どの拠点で処理をするかを同社が調整することで、全体としての処理効率向上を進めている。

◆ 市況価格が売上高と原価に大きく影響を与える構造

一般売上の多くが再資源化された金属であるため、販売価格も仕入価格も資源価格や金属製品価格といった市況の影響を受ける。代表的なのは鉄

スクラップである(図表 3)。同社の売上高は鉄スクラップの販売価格の動向に大きく左右される。なお、仕入価格も同様に市況の影響を受け、かつ製品及び原材料の回転期間(製品及び原材料÷(売上原価÷12カ月))は18/6期が0.18カ月、19/6期が0.13カ月と非常に短いことから、販売価格と仕入価格の差であるスプレッドは短期的には大きく変動しないと考えられる。

【 図表 3 】 鉄スクラップの販売単価の推移



(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

＞ 特色・強み

◆ リバーホールディングスの強み

同社の特色及び強みとして、以下の4点が挙げられる。

- (1) グループ全体として処理が可能な廃棄物の分野が広い。
- (2) 関東一円に拠点多く、廃棄物の回収対応地域が広域にわたると同時に、処理能力が大きい。
- (3) リサイクル品の販売先である電炉メーカーの近くに拠点を置いており、すぐに納品ができる体制になっていることから在庫回転期間が短い。
- (4) 金属リサイクル事業での金属の選別技術や、家電リサイクル事業での

家電リサイクル法に基づく処理方法の確立等に見られるようにリサイクル技術が高い。

> 事業環境

◆ 市場環境

環境省の定義によると、環境関連産業には4つの分野があり、そのひとつである「廃棄物処理・資源有効活用」の分野の中の「廃棄物・リサイクル」が同社の事業領域である。「廃棄物・リサイクル」の市場規模は17年時点で4.25兆円とされている。

なお、「廃棄物・リサイクル」では17年に中国が廃プラスチックの輸入禁止を打ち出してから、環境が大きく変わった。中国の輸入禁止により、日本から廃棄物を輸出することができなくなり、日本国内で処理をしなくてはならなくなった。一方で最終処分場の受け入れ能力には限度があり、同社のような中間処理事業者にはダストの減少や有価物の取出量の増加が一層求められるようになった。

◆ 競合

同社と同様に、廃棄物を回収して再資源化するリサイクル事業を展開している上場企業としては、主に建設関連廃棄物を取り扱うタケエイ(2151 東証一部)、建築廃材や廃車を取り扱うエンビプロ・ホールディングス(5698 東証一部)、解体から手掛けるイボキン(5699 東証 JQS)等が挙げられる。ただし、リサイクル事業は廃棄物が排出される場所に近いところで営まれることが多いため、静岡県が本拠のエンビプロ・ホールディングスや、兵庫県が本拠のイボキンと業務上競合することはない。タケエイは首都圏が地盤であるため、建設関連では一部競合することもあるが、タケエイは同社が行っていない最終処分を手掛けているなど、ビジネスモデルに違いがある。

また非上場企業でも、YAMANAKA(神奈川県川崎市)のような関東地方を地盤に同社と同程度の規模で展開する企業も存在する。

> 業績

◆ 過去の業績推移

届出目論見書には15/6期からの業績が記載されている(図表4)。18/6期からは連結業績も開示されている。

同社は持株会社としての機能のみを有するため、同社単体の売上は子会社からの経営指導料及び配当によるものである。グループ管理体制の強化のための費用増の有無で利益は大きく変動してきたため、参考程度で捉えておきたい。

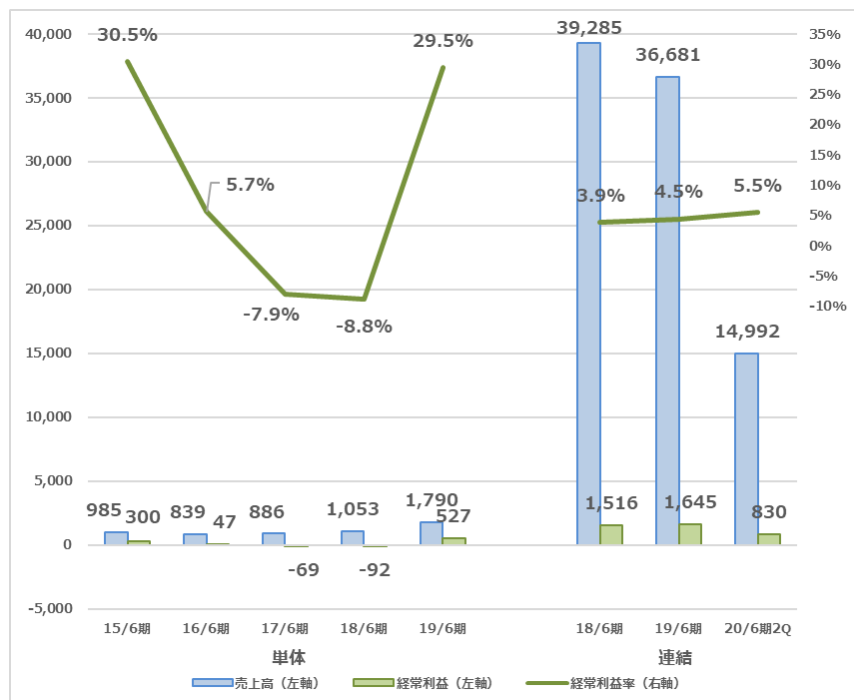
グループ全体の業績を示す連結業績は18/6期から開示されているが、売上高の大半を占める一般売上は鉄スクラップ等の金属の市況の影響を受けるため、減収要因の大部分が金属市況の低下によるものと考えられる。鉄ス

クラブ販売価格は 18/6 期をピークに 20/6 期第 2 四半期まで低下傾向にある(図表 3)。

一方、利益率が上昇傾向にあるのは、利益率の高い処理売上の構成比が上昇してきたことが主な要因と推察される。

【図表 4】業績推移

(単位:百万円)



(注) 18/6 期から連結業績での開示
(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

◆ 19年6月期決算

19/6 期業績は、売上高 36,681 百万円(前期比 6.6%減)、営業利益 1,386 百万円(同 4.6%増)、経常利益 1,645 百万円(同 8.5%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 1,268 百万円(同 44.0%減)となった。

売上の種類別に見ると、一般売上は前期比 8.4%の減収、処理売上は同 13.7%の増収、その他売上は同 22.9%の減収となった。一般売上の減収は数量が同 7.2%減となったことが大きい。また、図表 3 にある通り、鉄スクラップの販売価格も、19/6 期平均は 18/6 期平均に比べて 3.0%低下しており、市況の下落も影響したと推察される。一方、産業廃棄物処理と家電リサイクルに注力する方針のもとで、処理売上は増収となった。

利益率が高い処理売上の売上構成比の上昇により、売上総利益率は前期比 0.9%ポイント改善の 13.2%となった。一方、全体的に費用の伸びが抑制されたことで販売費及び一般管理費(以下、販管費)は同 1.1%減となったものの、

減収が影響して売上高販管費率は同 0.6%ポイント上昇の 9.5%となった。それでも売上総利益率の改善効果が上回り、売上高営業利益率は前期比 0.4%ポイント改善の 3.8%となった。

なお、営業利益と経常利益が増益だったのに対し、親会社株主に帰属する当期純利益が大幅な減益となったのは、18/6 期に固定資産売却益 1,644 百万円の特別利益が発生し、19/6 期にその分が剥落したためである。

◆ 20 年 6 月期第 2 四半期累計期間決算

20/6 期第 2 四半期累計期間の業績は、売上高 14,992 百万円、営業利益 657 百万円、経常利益 830 百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益 978 百万円となった。20/6 期通期の会社計画に対する進捗率は、売上高で 49.5%、営業利益で 53.7%となっている。

前年同期比の開示はないが、期首に 26,500 円/トンだった鉄スクラップ価格は、19 年 10 月に 22,500 円/トンまで低下するなど軟調だったため、一般売上は弱く推移したものと推察される。一方、同社の原価に含まれる最終処理場等の処理料金の値上げ分を、同社の処理売上に含まれる産業廃棄物処理料に転嫁できたことで、売上総利益率は 15.8%と 19/6 期通期の 13.2%を 2.6%ポイント上回り、売上高営業利益率及び売上高経常利益率の改善につながった。

◆ 20 年 6 月期会社計画

20/6 期の会社計画は、売上高 30,259 百万円(前期比 17.5%減)、営業利益 1,224 百万円(同 11.6%減)、経常利益 1,533 百万円(同 6.8%減)、親会社株主に帰属する当期純利益 1,388 百万円(同 9.4%増)である。

売上の種類別に見ると、一般売上は前期比 20.4%の減収、処理売上は同 7.2%の増収、その他売上は同 2.1%の増収となっており、一般売上の減収が全体の減収に影響することが予想されている。一般売上では、数量は同 5%減、価格は同 16%減と想定している模様である。米中貿易摩擦等による不確実性の高まりにより、鉄スクラップ相場が下落したことと、高価格品の買い控えによる取り扱い数量の減少を織り込んでの計画としている。処理売上は、数量を同 1%増とし、価格転嫁が進むことで単価は同 7%増を想定している。

売上総利益率は前期比 2.6%ポイント改善の 15.8%を計画している。高利益率の処理売上の売上構成比の上昇と、最終処理場等の処理料金の値上げ分の価格転嫁が進むことが想定されている。また、販管費は人件費の増加等により同 2.3%増となる計画だが、減収のため売上高販管費率は同 2.2%ポイント上昇の 11.7%になる見込みで、これらの結果、20/6 期の売上高営業利益率は同 0.2%ポイント上昇の 4.0%になると同社は予想している。

◆ 成長戦略

同社は今後の成長戦略として、以下の4つを念頭に置いている。

- (1) ダストの減容。金属リサイクル事業や産業廃棄物処理事業において再資源化できないダストは、最終処分場または焼却処分場で処理されるが、受入能力の限界が近づいてきていることから、荷受制限を行う処分場が増えている。そのため、ダストの処分価格の上昇が見込まれることに加え、そもそも処理できないという状況が想定される。そのため、同社の利益率上昇だけでなく、社会的課題の解決のためにも、排出するダストの量を減らすことが求められる。同社では研究開発も行いながら、リサイクル率の更なる向上を目指し、リサイクル技術を高めていくとしている。
- (2) 利益率の高い処理売上を増やすべく、産業廃棄物処理事業と家電リサイクル事業での取り扱いの強化。
- (3) PMI(Post Merger Integration)の遂行。M&Aでグループを形成しているため、M&Aの効果を発現するための施策を進めていく。許認可の取り直しが必要になるため傘下企業の合併は行う予定はないものの、管理部門の統合やグループ内の機能の整理を更に進めていく方針である。
- (4) アライアンス及びM&Aの実行。これまでアライアンスやM&Aを行ってきたが、今後も引き続き模索していく。

> 経営課題/リスク**◆ 大規模災害による影響の可能性**

同社の工場の多くは関東の一都三県にあり、関東首都圏で大規模な自然災害があった場合、同社の事業活動に影響が及ぶ可能性がある。

◆ 事故発生リスク

同社の工場において、何かしらの重大な事故が発生した場合、同社の業績のみならず、レピュテーションが損なわれる可能性がある。

◆ 資源価格変動リスク

同社が仕入れる原材料(回収する廃棄物)、製・商品にあたる鉄スクラップや非鉄金属の価格は、資源価格や金属製品価格等の影響を受ける。つまり、売上高も原価も相場変動リスクに常にさらされていることになる。特に相場が急激に変動する場合には、短期的、一時的に損失が発生する可能性がある。

◆ 法的規制リスク

同社の事業は、廃棄物処理法を始めとした多くの法律に基づいた規制を受けている。これら法的規制に対する違反が生じた場合には、事業の停止命令を受けたり、許認可が取り消されたりすることもありうる。

◆ 配当について

同社では、株主に対する利益還元を重要な経営課題のひとつと位置づけ、18/6期、19/6期とも1株当たり4.0円の配当を実施した(18/6期の1株当たり

配当金額は19年3月29日付の1:50の株式分割考慮後)。ただし20/6期は配当の実施及び予定金額については現時点では未定としている。

【 図表 5 】 財務諸表

損益計算書	2018/6		2019/6		2020/6 2Q累計	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
売上高	39,285	100.0	36,681	100.0	14,992	100.0
売上原価	34,454	87.7	31,828	86.8	12,625	84.2
売上総利益	4,831	12.3	4,853	13.2	2,366	15.8
販売費及び一般管理費	3,507	8.9	3,467	9.5	1,708	11.4
営業利益	1,324	3.4	1,386	3.8	657	4.4
営業外収益	372	-	409	-	249	-
営業外費用	179	-	150	-	75	-
経常利益	1,516	3.9	1,645	4.5	830	5.5
税引前当期純利益	3,204	8.2	1,714	4.7	1,448	9.7
親会社株主に帰属する当期純利益	2,264	5.8	1,268	3.5	978	6.5

貸借対照表	2018/6		2019/6		2020/6 2Q	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
流動資産	11,236	39.7	10,308	37.2	7,483	29.6
現金及び預金	8,057	28.5	6,944	25.0	4,135	16.4
売上債権	2,063	7.3	2,044	7.4	1,811	7.2
棚卸資産	806	2.9	829	3.0	660	2.6
固定資産	17,034	60.3	17,438	62.8	17,773	70.4
有形固定資産	15,868	56.1	16,294	58.7	16,622	65.8
無形固定資産	30	0.1	25	0.1	35	0.1
投資その他の資産	1,135	4.0	1,118	4.0	1,114	4.4
総資産	28,271	100.0	27,746	100.0	25,256	100.0
流動負債	12,100	42.8	10,033	36.2	10,731	42.5
買入債務	1,481	5.2	1,148	4.1	941	3.7
固定負債	1,719	6.1	2,238	8.1	2,339	9.3
純資産	14,450	51.1	15,474	55.8	12,186	48.2
自己資本	14,278	50.5	15,474	55.8	12,186	48.2

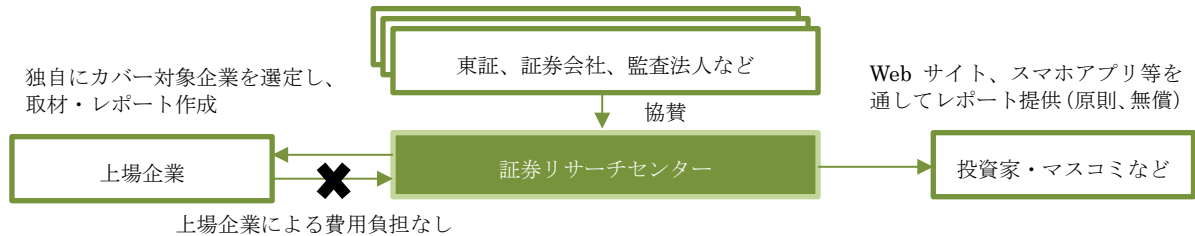
キャッシュ・フロー計算書	2018/6		2019/6		2020/6 2Q累計	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
営業キャッシュ・フロー	2,612		1,369		528	
減価償却費	1,311		1,441		658	
投資キャッシュ・フロー	315		-1,713		-360	
財務キャッシュ・フロー	1,331		-769		-2,978	
配当金の支払額	-17		-68		-68	
現金及び現金同等物の増減額	4,259		-1,112		-2,809	
現金及び現金同等物の期末残高	8,049		6,936		4,127	

(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



■協賛会員

(協賛)

株式会社東京証券取引所

SMBC 日興証券株式会社

大和証券株式会社

野村證券株式会社

みずほ証券株式会社

有限責任あずさ監査法人

有限責任監査法人トーマツ

EY 新日本有限責任監査法人

株式会社 ICMG

(準協賛)

三優監査法人

太陽有限責任監査法人

株式会社 SBI 証券

(賛助)

日本証券業協会

日本証券アナリスト協会

監査法人 A&A パートナーズ

いちよし証券株式会社

宝印刷株式会社

株式会社プロネクサス

アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

免責事項

- ・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。
- ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- ・一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接的損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。